

(財務省中国研究会)

中国の中長期発展の展望とその制約要因

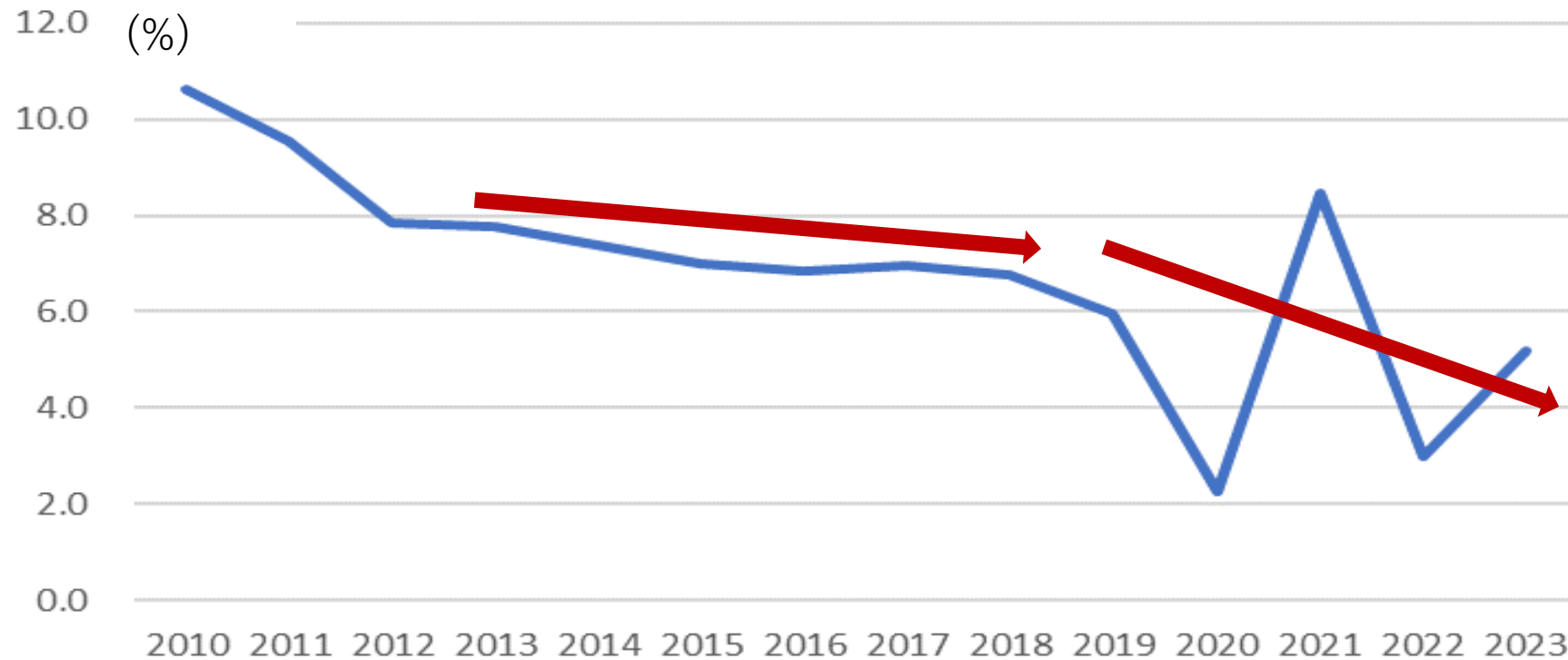
大阪経済大学 福本智之
2024年3月14日

本日本話しすること

- 中長期成長展望
- 金融システム
- イノベーション・民間の活力
- 米中対立を含む地政学の影響
- まとめ

コロナ禍を経て、中国経済の減速ペースが明らかに速まった

経済成長率推移



(注) 2023年は実績値に修正

(出所) IMF WEO (2023年10月) を基に筆者作成

海外で聞かれるPeak China論（1） ——「日本化」（Japanification）論

• ゾンユエン・リウ外交問題評議会国際政治経済フェロー

「中国経済は、膨張する債務、弱い需要、人口動態の変化という日本式減速のリスクにますます直面している」

• リチャード・クー 野村総研チーフエコノミスト

（現在の中国の90年代の日本との）「重要な共通点は、両者とも債務によって形成されたバブルの崩壊を経験しているという点だ。資産価格が債務価値に比べて急落すると、家計や企業は過剰な債務を抱え、デレバレッジを余儀なくされる。…デレバレッジした資金を借りたり使ったりする人がほとんどいなくなると、経済は必ずバランスシート不況に陥る」

（出所）“Could China Become Like Japan in the Early 1990s?”, The International Economy誌 2023年冬号。次頁ジェネ・H・チャン、次々頁バリー・アイケングリーン
の発言も同様。

海外で聞かれるPeak China論（2）

——中国の政治体制に根差した問題を重視する見方

• ジェネ・H・チャン・トレド大学経済学名誉教授

「中国が現在直面しているのは、より根本的な問題であり、その体制とも関連している。中国は過去10年間、鄧小平の下で始まった事実上の民営化プロセスを打ち切り、正統的なマルクス主義に置き換えてきた。…中央政府と地方政府は、経済と社会全体に対する支配力を行使し、拡大している。民営企業に対して差別的な措置をとり、融資に高い金利を課したり、民営企業に共産党の細胞を設置して経営に影響を与え、指導したり、さらには企業に株式を無償で政府に放棄させたりしている。こうした政策は企業家のインセンティブを損ない、ひいては経済効率を低下させている」

• アダム・ポーゼンのピーターソン研究所長

「独裁的な政権が『政治マターでなければ（自由に行動して）問題はない』という約束に違反した場合、経済的な影響は広範囲に及ぶ。自分ではどうしようもない不確実性に直面すると、人々は自己保険をかけようとする。…リスク回避志向の高まりと予防的貯蓄の増加は、金融危機後の余波に似たかたちで、成長の足かせとなる。…その一方で、経済を舵取りし、マクロ経済ショックから経済を守る政府の能力は低下する。国民は、ある政策が恣意的に実施される可能性があること、ある日には拡大され、次の日には撤回される可能性があることを知っているため、景気刺激策などへの反応が鈍くなる」

海外でのChina Peak論への反論

• マーチン・ウルフ英Financial Timesチーフエコノミクスコメンテーター

「まだ「Peak China」と言うべきではない。経済には深い構造的問題があるが、大きな強みを持つ国でもある。… IMFによると、2022年の中国の一人当たり国内総生産（購買力ベース）は米国の28%だった。これはポーランドの一人当たりGDPのほぼ半分である。…規模は重要だ。中国はきっと長い間、非常に人口の多い国であり続けるだろう。…中国の台頭の終わりを私たちが見ている可能性はある。しかし、それは避けられないことではない。何よりも、何が起こるかは、西側の希望よりも中国の選択にかかっている」

(出所) Martin Wolf, “We shouldn’t call Peak China yet” Financial Times Sep 19, 2023

• バリー・アイケングリーンUCバークレー教授

「私は、中国の指導者たちは政策のレバーへの十分なコントロール、十分な政治的自律性を有しており、日本のような停滞に陥らないように、銀行を資本増強し、金融システムを再構築し、景気循環に逆行する金融政策と財政政策を適用することができると考えている。日本の根本的な問題は、貿易でも債務でも人口動態でもない。むしろ、ゾンビ企業やゾンビ銀行の問題を解決しようとしないうる既得権益層からの圧力だった。私は、中国がこのような運命を避けることを、十分な自信はないにせよ、期待している」

福本智之

Tomoyuki
Fukumoto

SLOW 中国減速 の深層 DOWN

「共同富裕」時代の
リスクとチャンス

失速リスクを見極め

3つの予測シナリオを提示

不動産の下落、ハイテク分野の米中デカップリングに耐え、
減速してなお主要国トップの成長を維持する巨大市場に
日本企業の活路を探る。 日本経済新聞出版

中国減速の深層「共同富裕」時代のリスクとチャンス

価格 2,420円（税込）ISBN 9784296113781

著者名 福本 智之 著

発行元 日本経済新聞出版 発売日 2022年6月22日

ページ数 376ページ 判型 四六判

■変貌する巨大市場とどう向き合うべきか——。■

はじめに——中国経済を等身大に評価する

第1章 2035年までのGDP倍増構想

第2章 共同富裕と改革開放・イノベーションの行方

第3章 人口動態と経済成長

第4章 デジタル化の伸長と成長への貢献

第5章 脱炭素と経済成長は両立するか？

第6章 金融と不動産のリスクの在処

第7章 米中対立とデカップリングの懸念

第8章 中長期成長に関する三つのシナリオ

おわりに——日本企業の取るべき戦略、スタンス

中国の中長期成長を左右する論点

- 人口動態の負の影響をどれだけ抑制できるか
- 共同富裕と改革開放・イノベーションの両立ができるか
- デジタル化をどれだけ成長に繋げられるか
- 脱炭素と経済成長を両立できるか
- 大規模な金融危機を回避できるか
- 米中対立の経済への影響をどれだけ抑制できるか

中国経済の中長期成長の3つのシナリオ

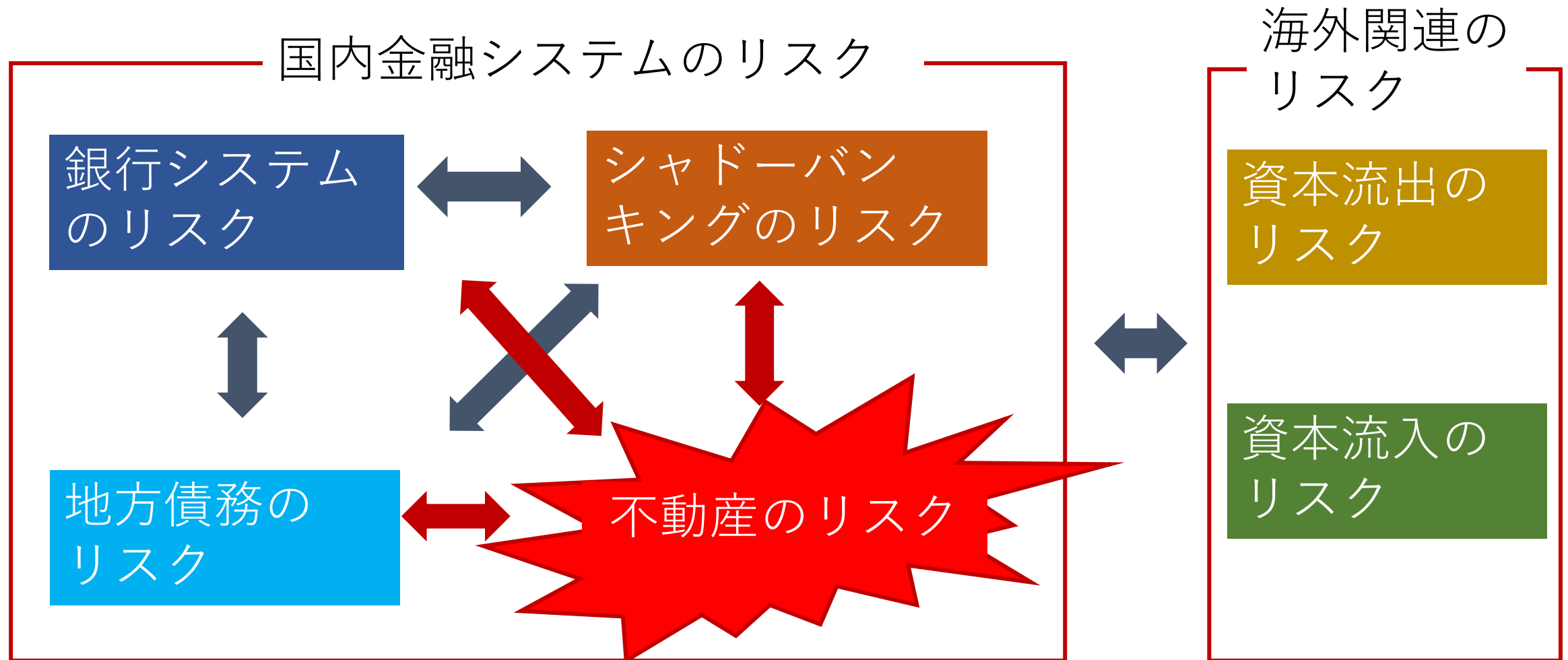
	①改革開放	②人口動態	③デジタル化	④脱炭素	⑤米中対立	⑥金融システムと不動産	2035年のGDP (2020年対比)	2035年時点の 米中経済規模	確率
良好シナリオ	改革開放が加速し、民営経済が発展	少子化に一定の歯止めがかかり、中間所得層が倍増	デジタル中国が企業経営を変革	脱炭素経済へのシフトが順調に進展	デカップリングは限定的、自力での先端技術開発も一定の成功	金融システムが安定を維持し、不動産もソフトランディング	2倍 (年平均 4.7%)	2030年代前半に 米国を上回る	20%
リスクシナリオ	改革開放が停滞し、国進民退が進展	少子化がさらに進行、農民工の都市戸籍化も成功しない	民間テック企業が活力を失い、DXも形式主義に走り、ペースは減速	脱炭素経済への急速なシフトの歪みが経済に悪影響	デカップリングの範囲が広がり、中国の技術台頭の重石に	不動産市場が大規模に調整、金融システムも脆弱化	1.7倍 (年平均 3.6%)	米国には追い付かない(2035年以降むしろ差は広がる)	20%
基本シナリオ	改革開放の一定程度の進展と民営経済の発展が継続	少子化傾向は止まるが、顕著な改善もない	デジタル中国が企業経営を変革	脱炭素経済へのシフトが順調に進展	デカップリングは部分的	金融システムが安定を維持し、不動産もソフトランディング	1.85倍 (年平均 4.2%)	米国に追い付かないものの肉薄	60%

(出所) 福本智之「中国減速の深層 『共同富裕』時代のリスクとチャンス」日本経済新聞社(2022年6月)を基に作成した名古屋外国語大学真家教授資料を講演者が一部修正

本日本話しすること

- 中長期成長展望
- 金融システム
- イノベーション・民間の活力
- 米中対立を含む地政学の影響
- まとめ

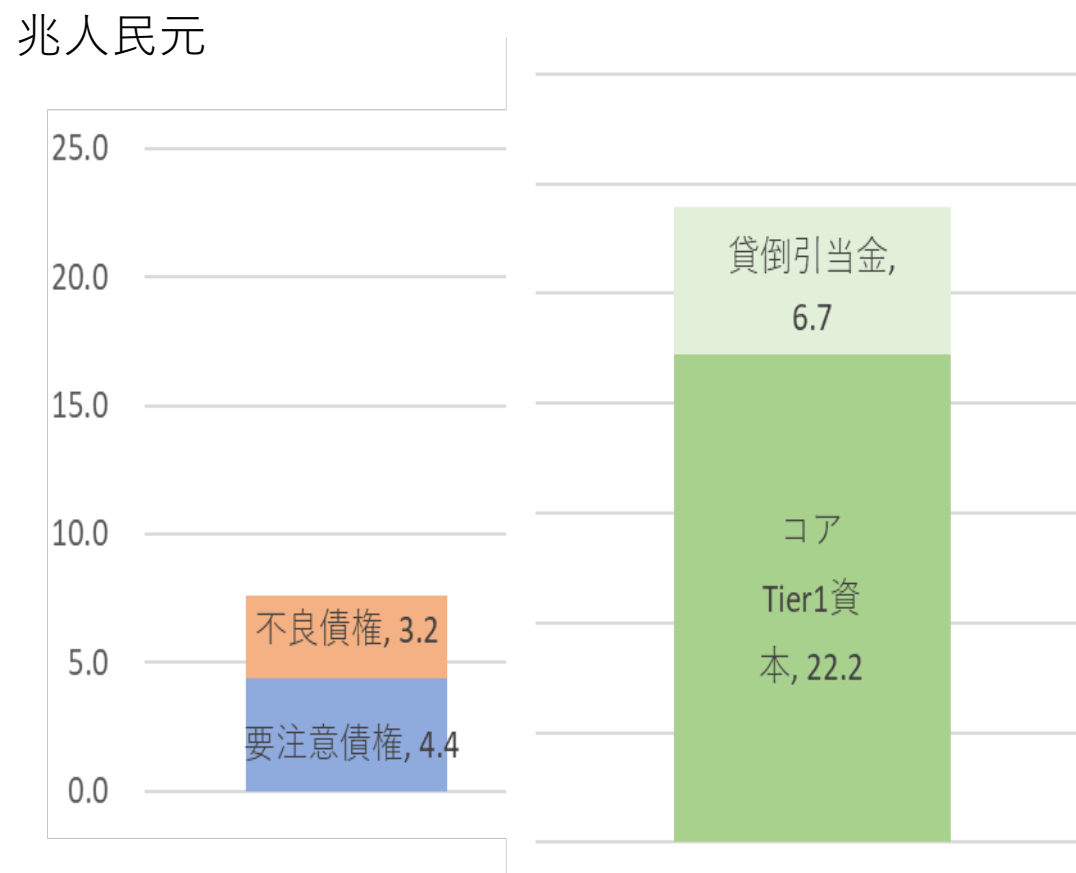
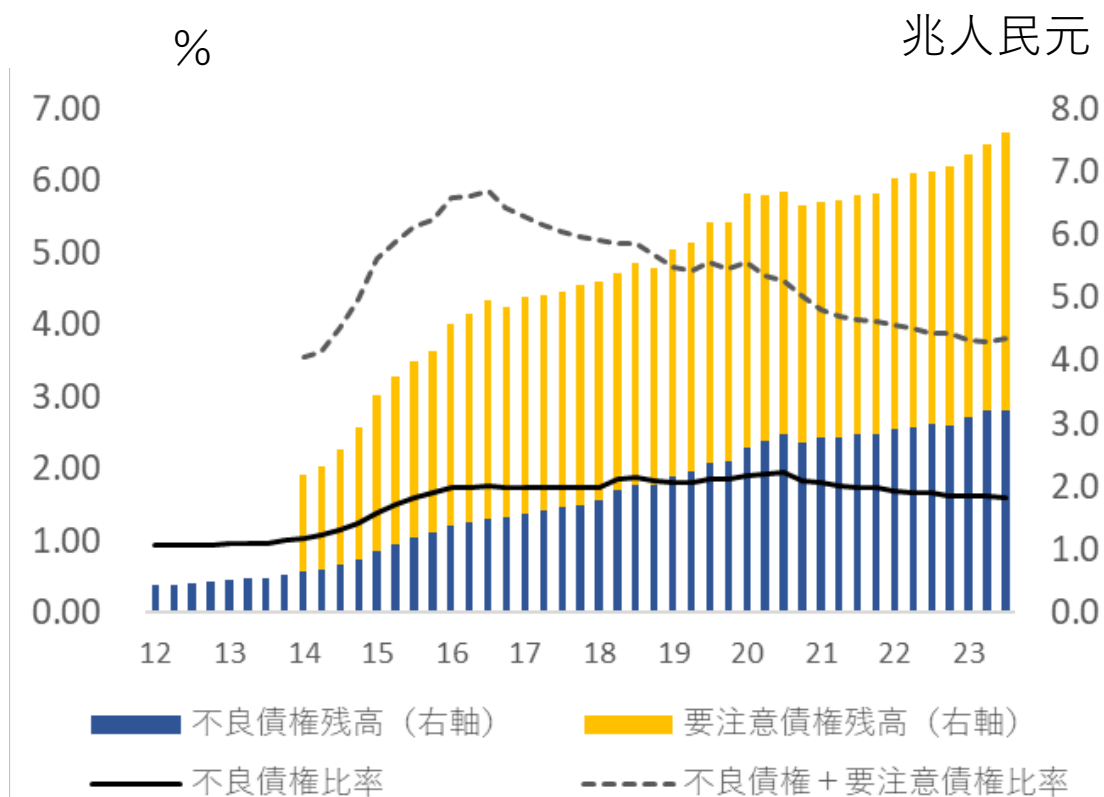
中国の金融リスクの概念図



銀行の不良債権比率は1.6%と低水準を維持

< 主要商業銀行の不良債権、同比率 >

< 主要商業銀行の自己資本 >



直近は2023年9月末

(出所) 国家金融管理監督総局から講演者作成

不動産デベロッパーの負債構成比

< 上位50社不動産デベロッパーの負債構造 >

	構成比
住宅購入前受金	32%
買掛金	30%
銀行借入	14%
債券	9%
理財商品等	8%
繰延税金負債	7%
総負債	100%

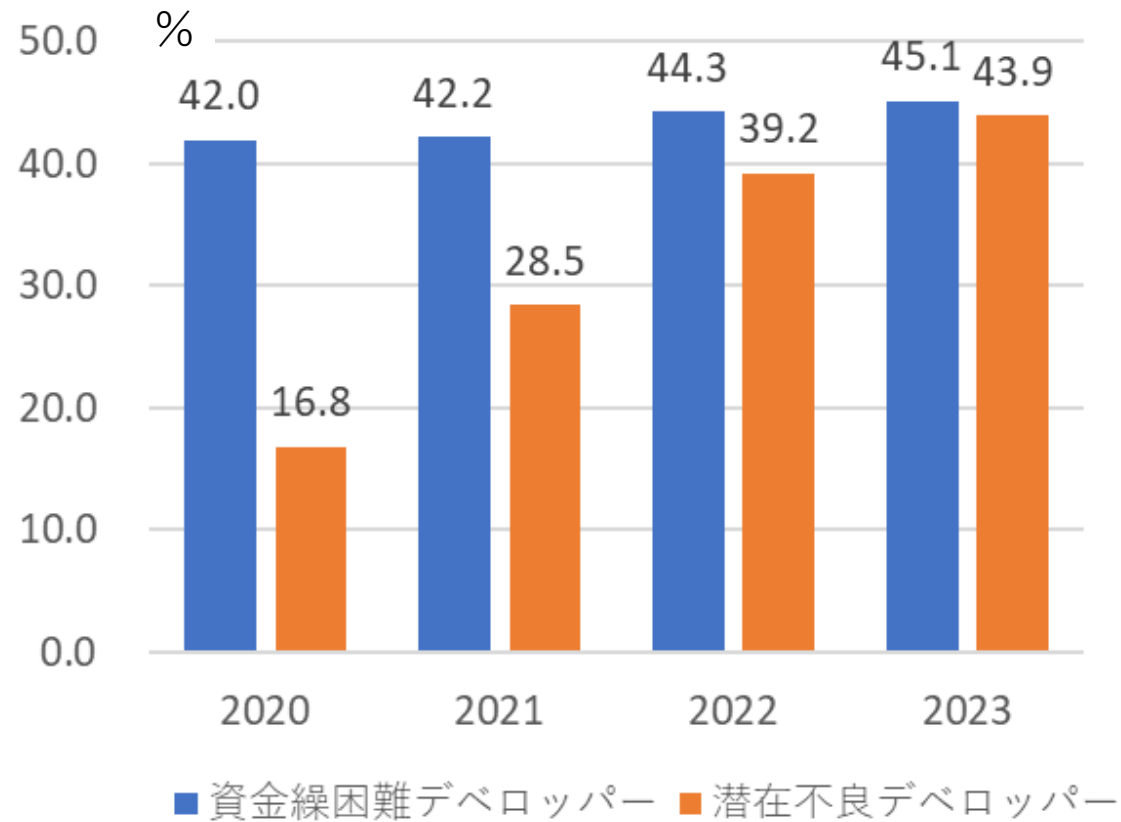
銀行からみると、全体の人民元貸出（235兆元）に占める不動産デベロッパー向け貸出の比率は5.6%（13兆元）。



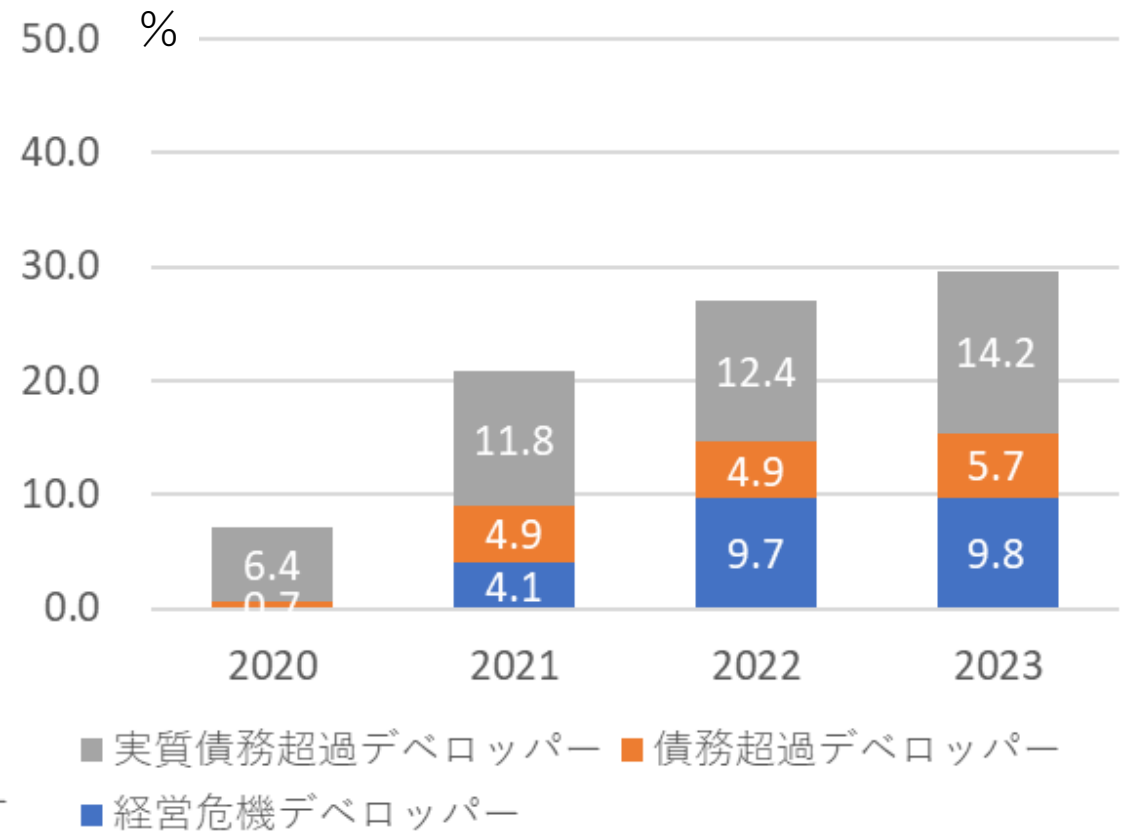
(出所) 中国人民銀行

しかし、実態上は経営難のデベロッパーが多いことに要注意

< Debt at Risk不動産デベ比率 >



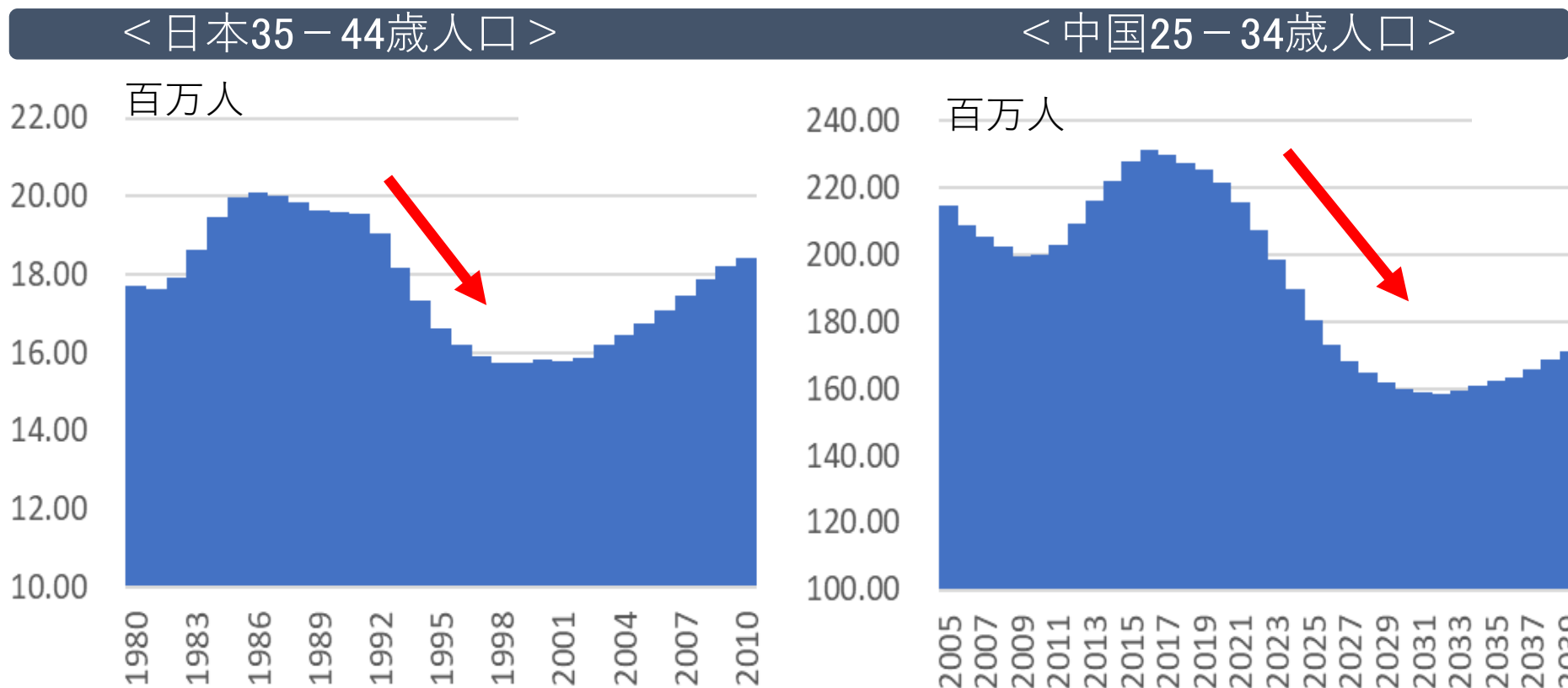
< 債務超過不動産デベ比率 >



(出所) IMF GFSR 2023年10月

(注) いずれも資産比率

住宅購入主力人口の変動と住宅需要



日本：住宅一次取得平均年齢分譲戸建て37.4歳、分譲マンション39.3歳、中古戸建て43.8歳、中古マンション45歳、「国土交通省住宅市場動向調査」（2020年度）

中国：住宅一次取得平均年齢27歳、「2018年美居住生活白皮書」

現下の中国経済：90年代の日本との相違点

- 現下の中国の発展段階は、一人当たりGDPの向上余地、都市化の余地などからみれば、90年代の日本に比べてまだ「若い」
- 政府のコントロール力は日本よりも強い
 - ✓ 政府による土地売却を絞ることで供給を抑えることは可能
 - ✓ 国有部門（国有デベロッパー、国有資産買取会社、国有銀行等）を動員することが可能
- 不動産価格の下落幅は一定程度に収まっている
- 金融システムへの影響への防衛線が敷かれている
 - ✓ 銀行貸出に占めるデベロッパー向け貸出比率は6%
 - ✓ 銀行の不動産担保の掛け目は5～7割
- 日本の経験から学ぶことができる

中国の発展段階の日本の過去との比較

	中国	日本で言えば
一人当りGDP対米国比 (2017年購買力平価米ドル)	0.23倍 (2019年)	1957年
第一次産業就業人口比率	14.2% (2020年)	1972年
第一次産業GDP比率	7.7% (2020年)	1964年～1970年
都市人口比率	63.9% (2020年)	1961年
都市戸籍人口比率	45.4%(2020年)	1950年(53%)以前
生産年齢人口ピークからの 経過年数	5年 (2020年)	2000年

(出所) 国家統計局、蔣若凡ほか「我国剩余农村劳动力存量估算及预测」(软科学、2013年12月) UN World Urbanization Prospects、UN World Population Prospects、世銀World Development Indicators、筆者計算

現下の中国経済：日本の90年代との類似点

- 不動産不況に起因するバランスシート不況の様相を呈している
- 政府が、不動産不況に対して、不動産デベロッパー業界の健全化という供給サイドの問題への対応が不十分
 - ✓ 問題の過小評価の可能性
 - ✓ モラルハザードへの懸念
 - ✓ 大衆の反発への懸念

本日本話しすること

- 中長期成長展望
- 金融システム
- イノベーション・民間の活力
- 米中対立を含む地政学の影響
- まとめ

習近平政権の改革開放に対するスタンス

- 長期政権の下、**経済発展を重視**するスタンスは変わらない
 - ✓ 市場の資源配分における「決定的な」役割、「二つの毫不动摇」（国有経済と民営経済の双方を重視）
 - ✓ 米国との長い競争・対立に負けないために経済は重要
- しかし、以下が改革開放の重石となるのは不可避ではないか
 - ✓ **党指導体制の全面強化**路線が鮮明に
 - ✓ 「**国家安全**」、「**共同富裕**」、**科学技術の「自立自強」**を同時に重視

民間投資は民間不動産投資を除けば前年比9.2%増

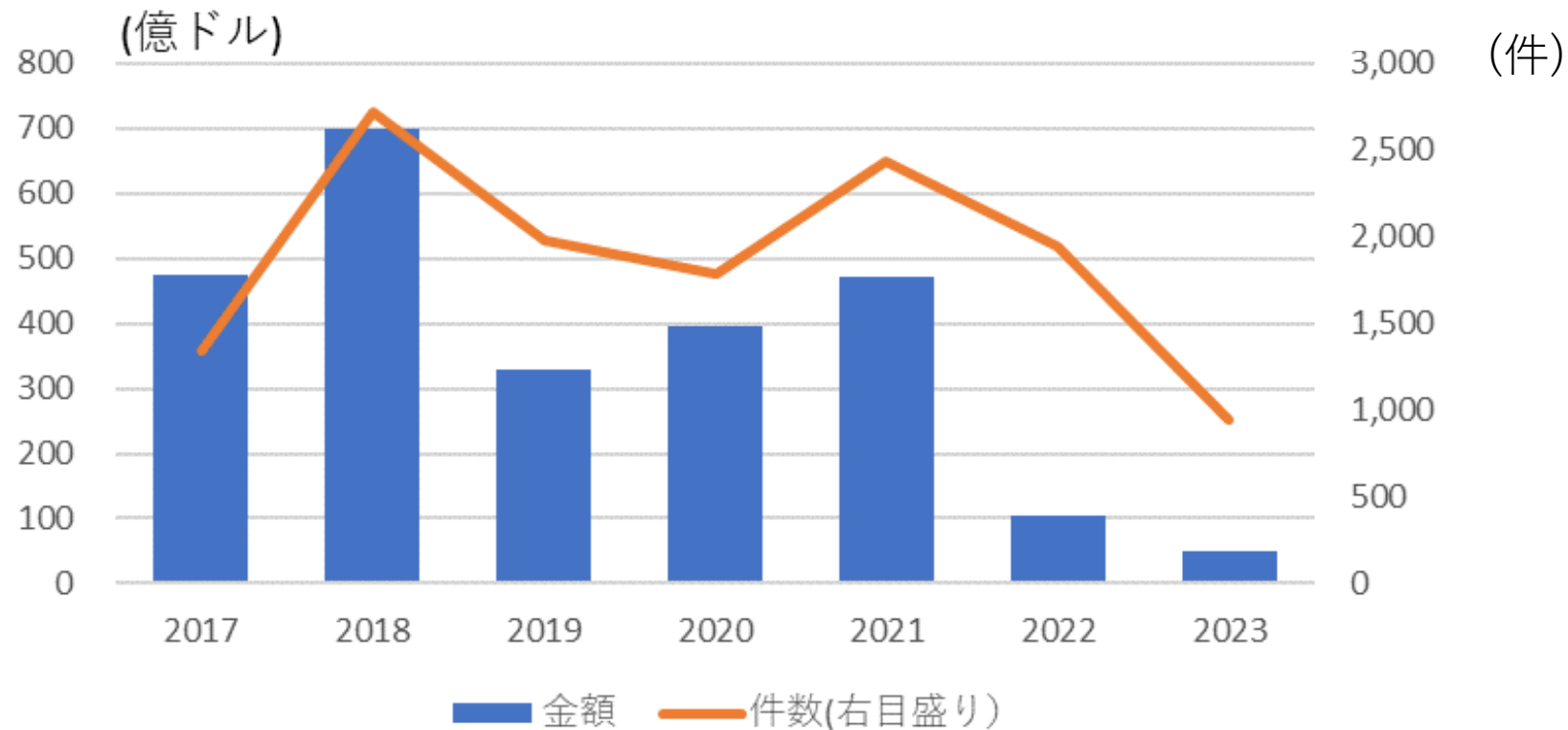
< 民間固定資産投資前年比産業別内訳 >

	民間投資	製造業				鉱業	建築	第3次産業		(%)
		合計	自動車	電気機械	通信機・ 計算機				教育	
2012年	24.8	27.2	40.2	9.9	38.5	20.4	17.3	22.2	42.8	
2013年	23.1	21.4	19.5	13.5	26.8	11.3	1.1	25.4	28.7	
2014年	18.1	16.8	14.5	14.3	15.7	2.3	40.6	18.6	33.4	
2015年	10.1	9.1	12.4	10.2	16.6	▲9.9	10.4	9.4	15.8	
2016年	3.2	3.6	10.9	9.1	8.0	▲13.0	▲13.5	2.0	13.7	
2017年	6.0	4.8	10.5	7.4	29.8	▲19.0	▲11.9	7.7	13.2	
2018年	8.7	10.3	6.1	13.1	16.0	13.3	0.2	8.5	12.5	
2019年	4.7	2.8	▲8.8	▲5.0	33.4	18.8	▲64.2	6.7	28.3	
2020年	1.0	▲4.6	▲14.0	▲10.4	7.8	▲7.2	▲13.2	3.2	6.1	
2021年	7.0	14.7	0.8	23.0	26.1	3.9	34.7	3.6	24.9	
2022年	0.9	15.6	20.3	43.6	20.2	21.4	▲4.2	▲6.2	▲2.7	
2023年	▲0.4	9.4	18.0	30.1	10.7	5.1	20.9	▲6.2	1.3	

(出所) CEIC、国家統計局

規制の強化によりインターネット投融資は一 頃に比べ大幅に減少

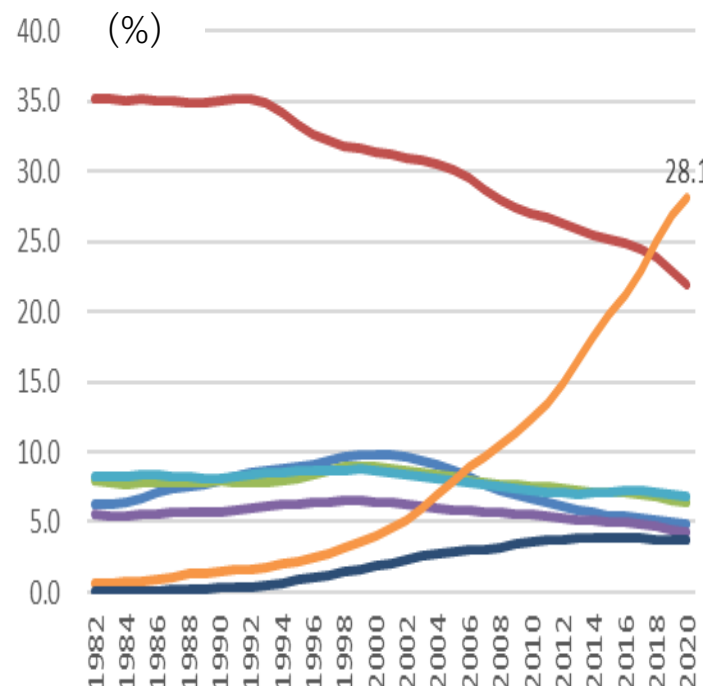
<インターネット投融資額>



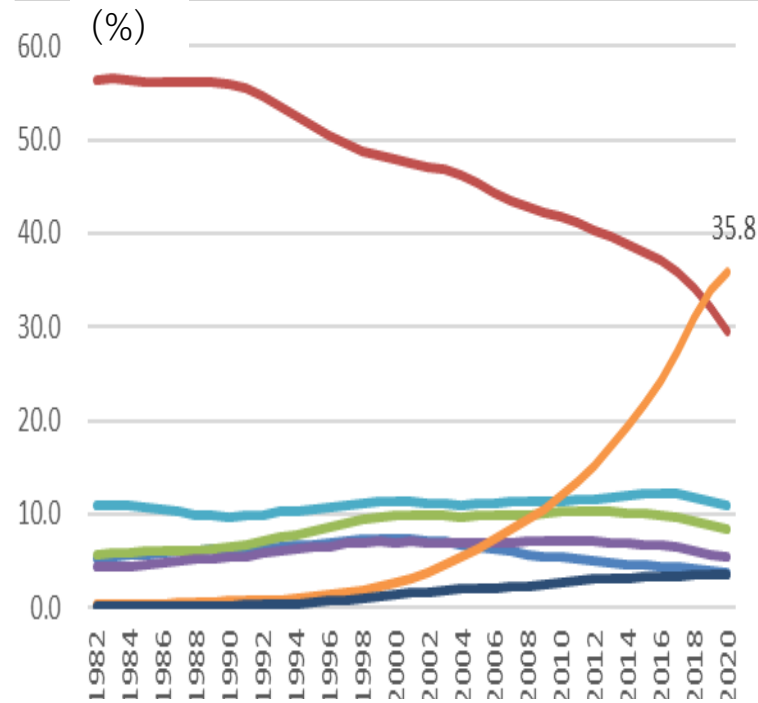
(出所) 中国信通院インターネット投融資運行状況のデータをもとに講演者作成

中国は科学技術の重要論文シェアで米国を抜いて トップに立っている

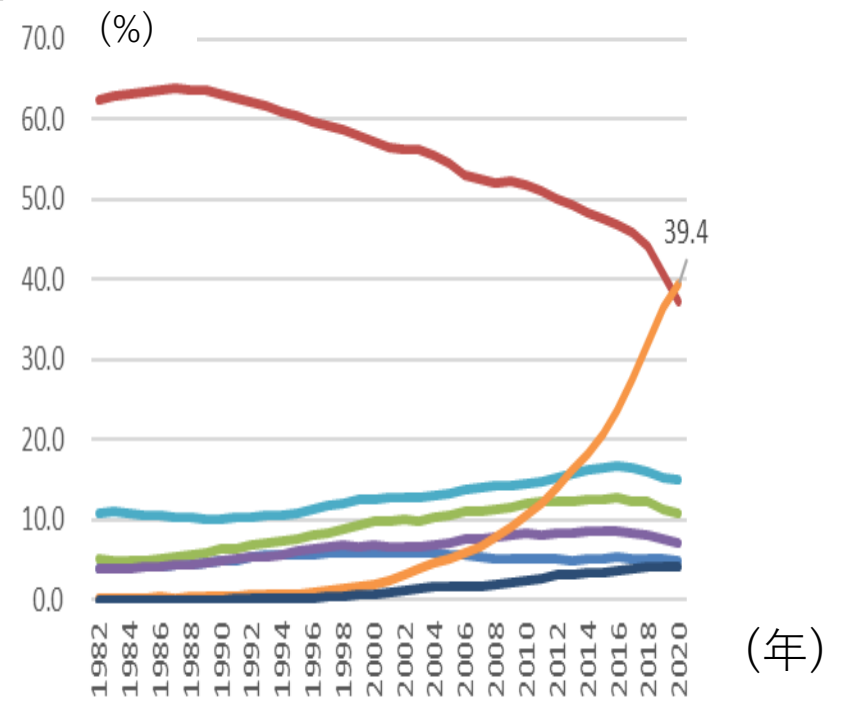
<論文数シェア>



<Top10%補正論文数シェア>



<Top1%補正論文数シェア>

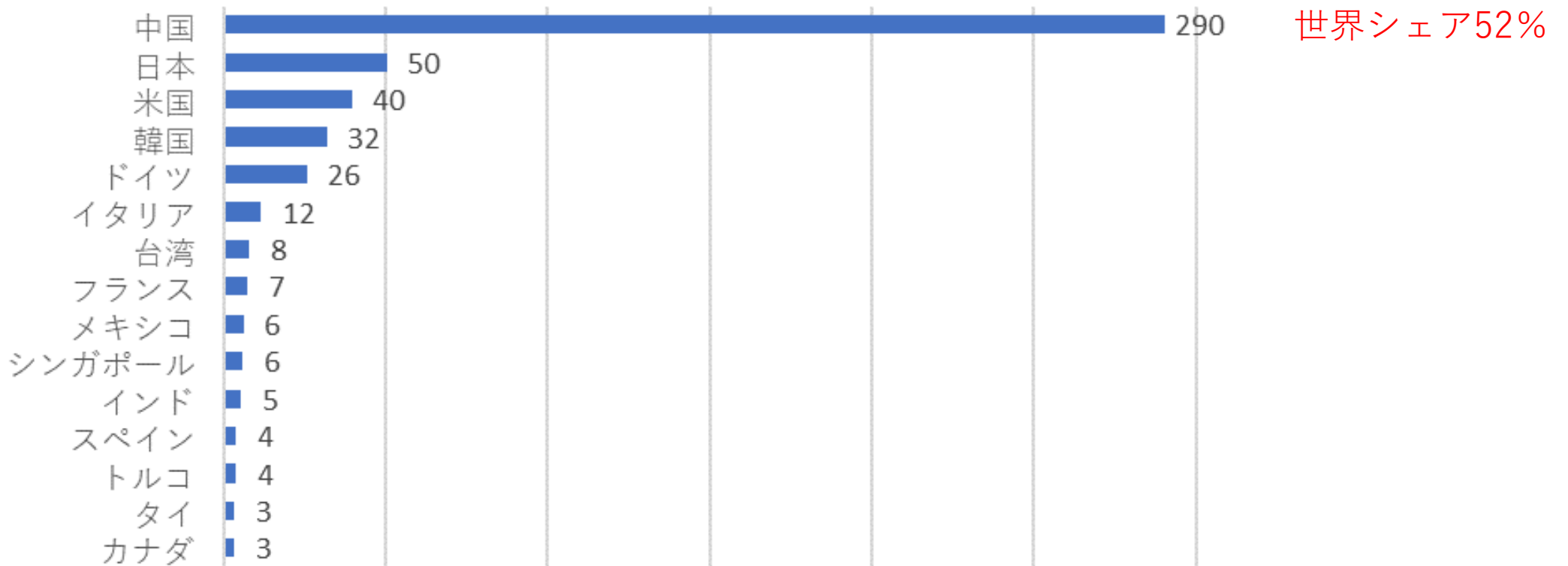


(注) 全分野、整数アカウント、3年移動平均

— 日本 — 米国 — ドイツ — フランス
— 英国 — 中国 — 韓国

労働人口減少をカバーするための省力化投資・AIの拡大

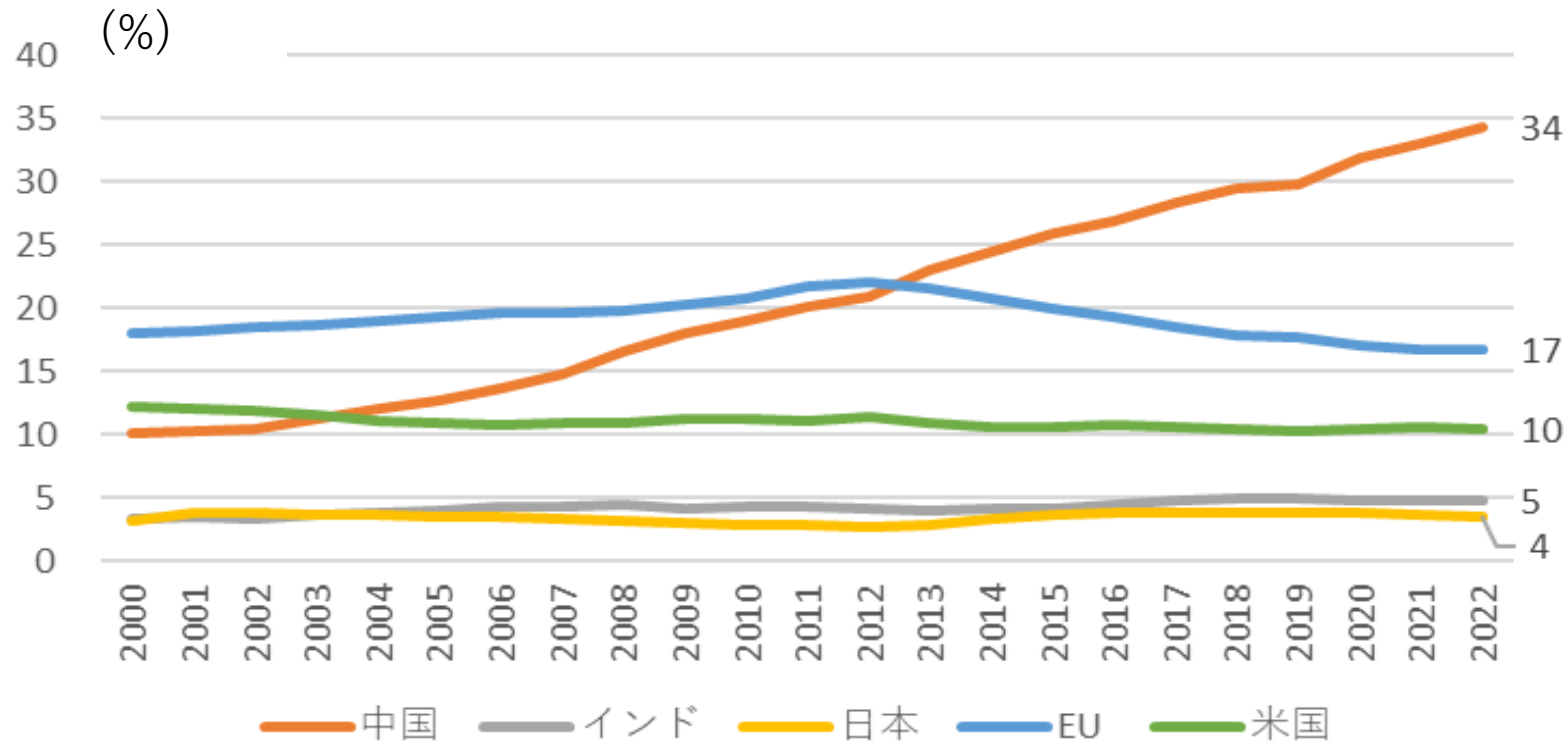
<産業用ロボット設置台数（2022年）>



(出所) International Federation of Robotics, "World Robotics 2023"

グリーン成長戦略は着々と進んでいる

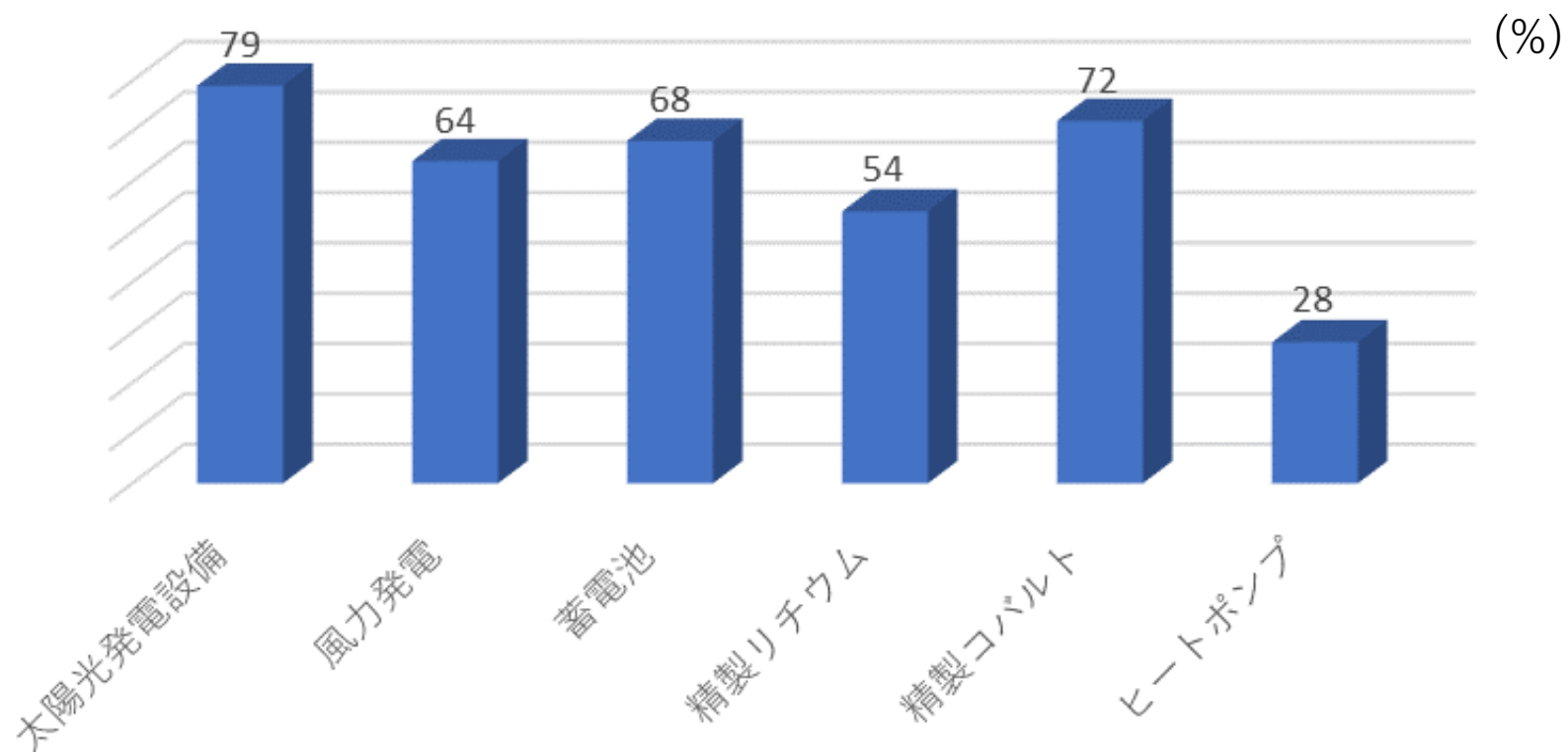
<再生可能エネルギー国内容量の世界シェア>



(出所) IRENA (2022年) をもとに講演者作成

IEAは中国の再エネ産業の支配的状況が続くと予想

<IEAの中国のクリーンエネルギー製品の世界シェア予測(2030年)>



(出所) IEA, “World Energy Outlook 2023” (2023年10月)

本日本話しすること

- 中長期成長展望
- 金融システム
- イノベーション・民間の活力
- 米中対立を含む地政学の影響
- まとめ

デリスキングと“ Small yard, high fence”

G7首脳会談コミュニケ 2023年5月

「我々は、デカップリング又は内向き志向にはならない。同時に、我々は、経済的強靱性にはデリスキング及び多様化が必要であることを認識する」

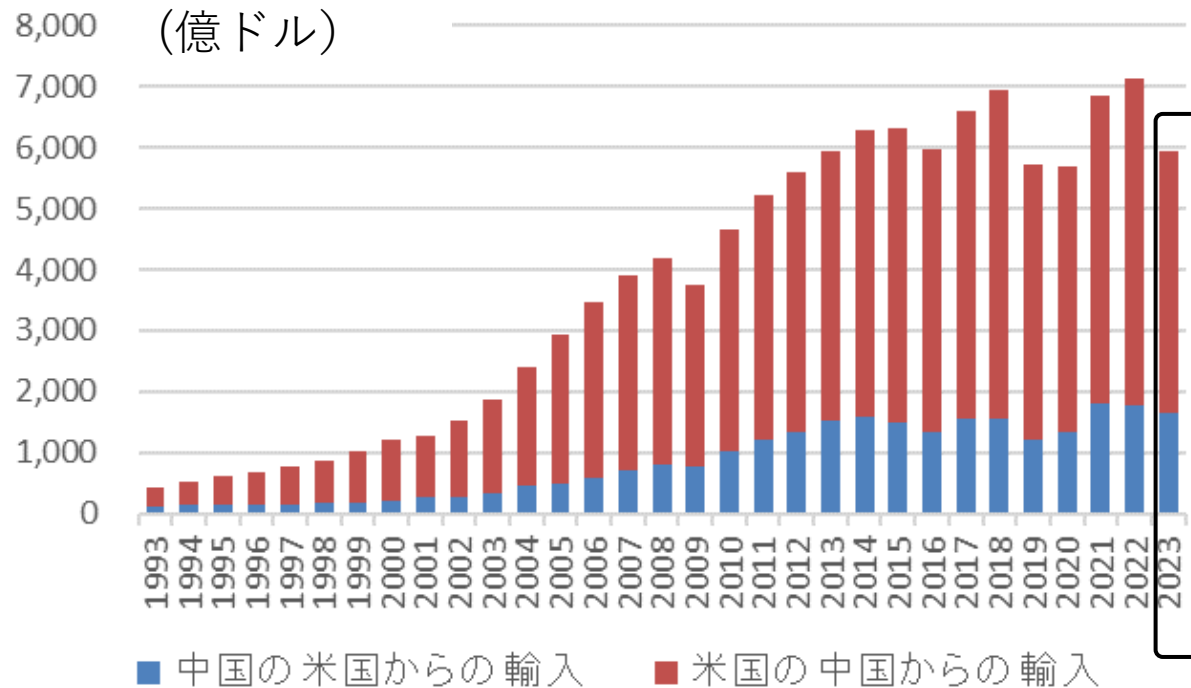
バイデン政権サリバン安全保障担当補佐官 2023年4月

「我々は『小さな庭と高いフェンス (small yard and high fence)』で基盤技術を守っている。また我々は国家安全保障に関連する重要な分野における外国からの投資の審査も強化している。そして、国家安全保障の中核をなす機微技術の対外投資への取り組みも進めている。」

2023年の米国の中国からの輸入は前年割れ。米国の輸入先ランキングでは中国は首位から2位に低下

<米中貿易額の推移>

(双方輸入ベース)



<米国の輸入：主要輸入国別>

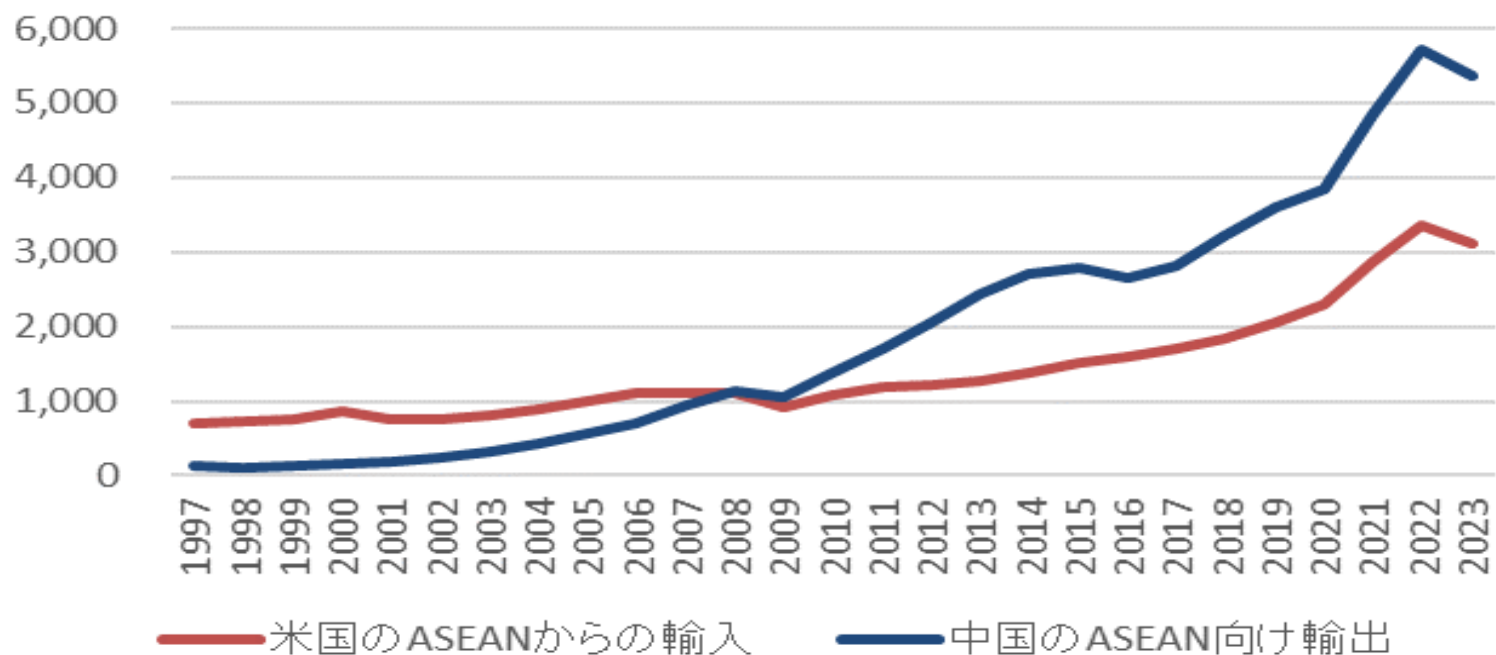
(億ドル)

順位	2019年			2023年		
	国名	輸入額	シェア	国名	輸入額	シェア
1	中国	452	18%	メキシコ	476	15%
2	メキシコ	358	14%	中国	427	14%
3	カナダ	320	13%	カナダ	421	14%
4	日本	144	6%	ドイツ	160	5%
5	ドイツ	128	5%	日本	147	5%
6	韓国	78	3%	韓国	116	4%
7	ベトナム	67	3%	ベトナム	114	4%
8	英国	63	3%	台湾	88	3%
9	アイルランド	62	3%	インド	84	3%
10	インド	58	2%	アイルランド	82	3%

中国のASEAN向け輸出と米国のASEANからの輸入の平行な増加（ただし2023年は電気機械を中心に減少）

< 中国のASEAN向け輸出・米国のASEANからの輸入 >

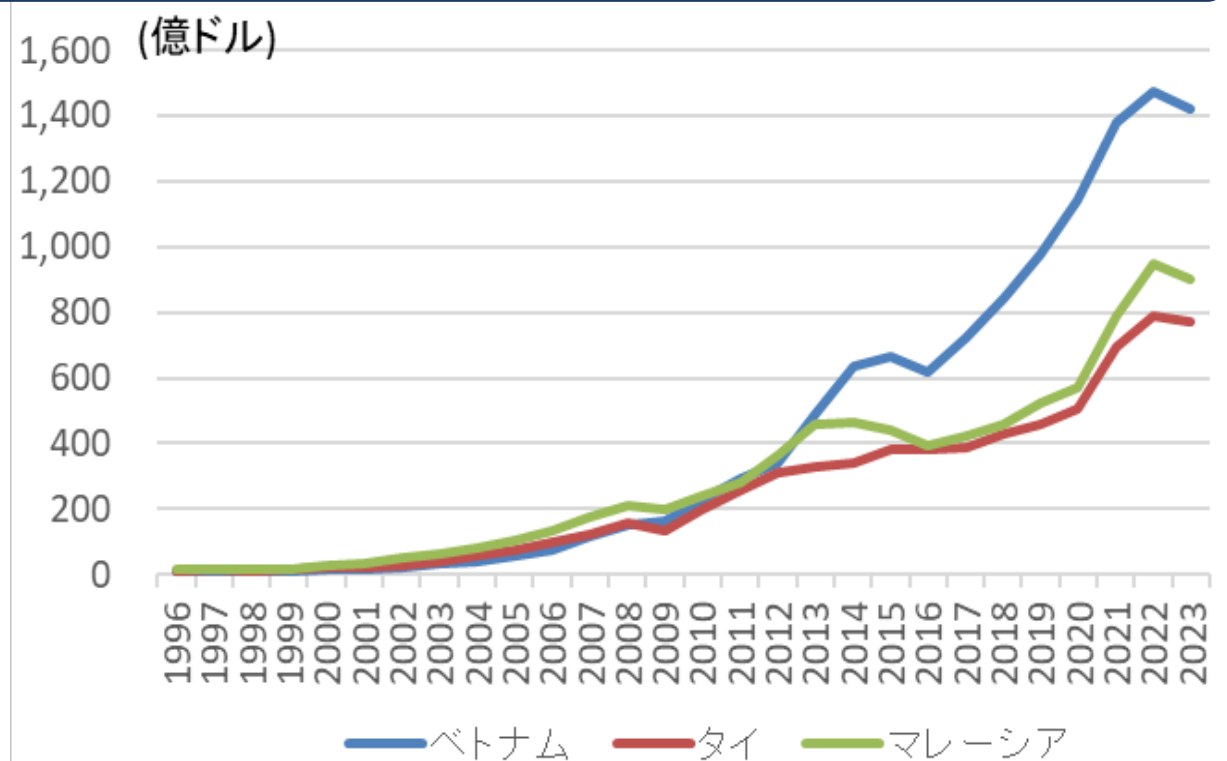
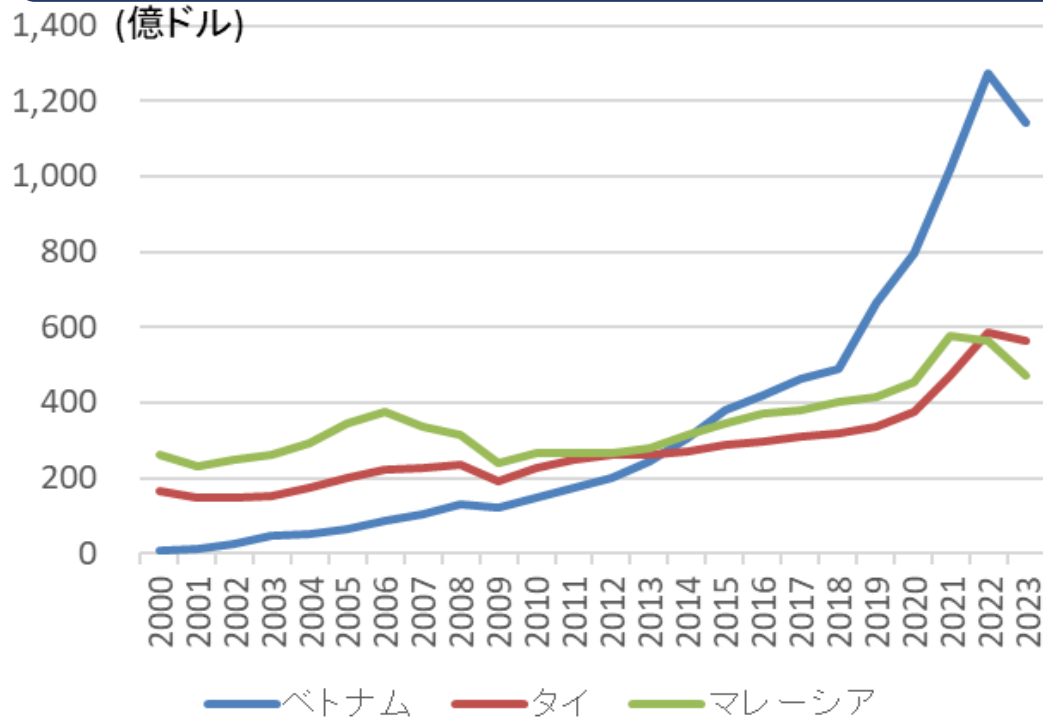
(億ドル)



特に近年は、ベトナム・タイ・マレーシアで中国
 →ASEAN→米国という貿易の流れが鮮明に

<越・泰・馬の米国への輸出>

<中国の越・泰・馬への輸出>



(注) 米国からみた輸入ベース (米国商務省)

(注) 中国からみた輸出ベース (中国海関総署)

(出所) CEIC、中国海関総署、米国商務省

半導体に対する輸出規制

2022年10月 中国向け半導体関連製品輸出規制強化

- 中国での先端半導体製造施設向け製品禁輸
(注) 先端半導体…回線幅16nm又は14nm以下のロジック半導体／ハーフピッチが18nm以下のDRAM／積層数が128層以上のNAND型フラッシュメモリー
- 中国向けの半導体製造装置等開発・製造用途の禁輸
- スパコンの開発・製造等に必要な品目の禁輸
- 米国国籍の半導体開発・製造の関与禁止

2023年10月 中国向け半導体関連製品輸出規制のさらなる強化

レモンド商務長官「改定規則はわれわれの輸出管理の効果を強化し、その迂回経路を遮断するもの」

例えば1年前の規則導入以降、AI半導体を扱うエヌビディアは規則に該当する製品よりもわずかに仕様を落とした製品を中国に納入していたが、今回の改定でそれら製品も実質的に対中輸出ができなくなる可能性

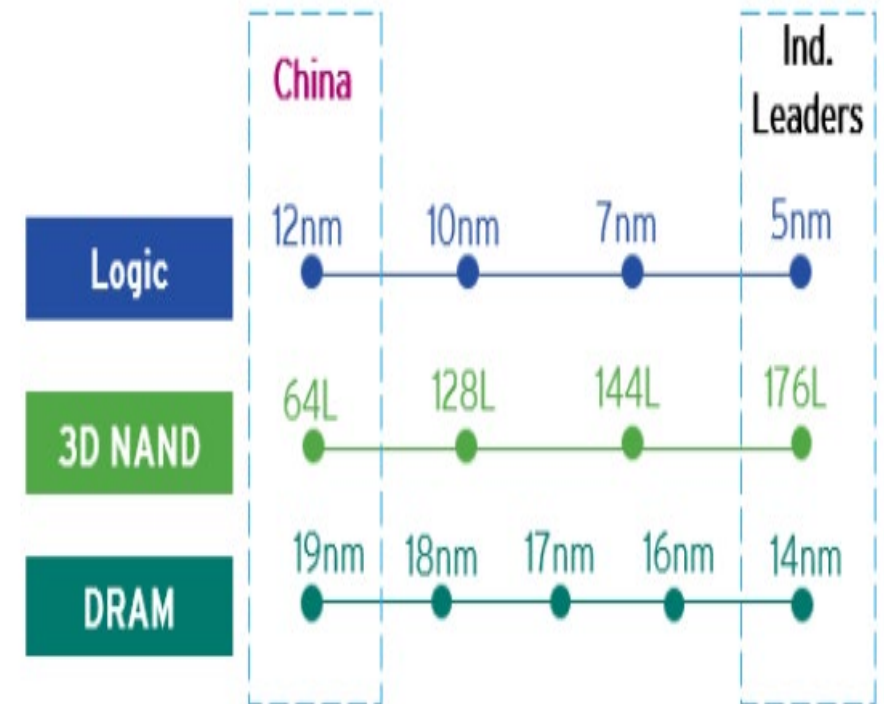
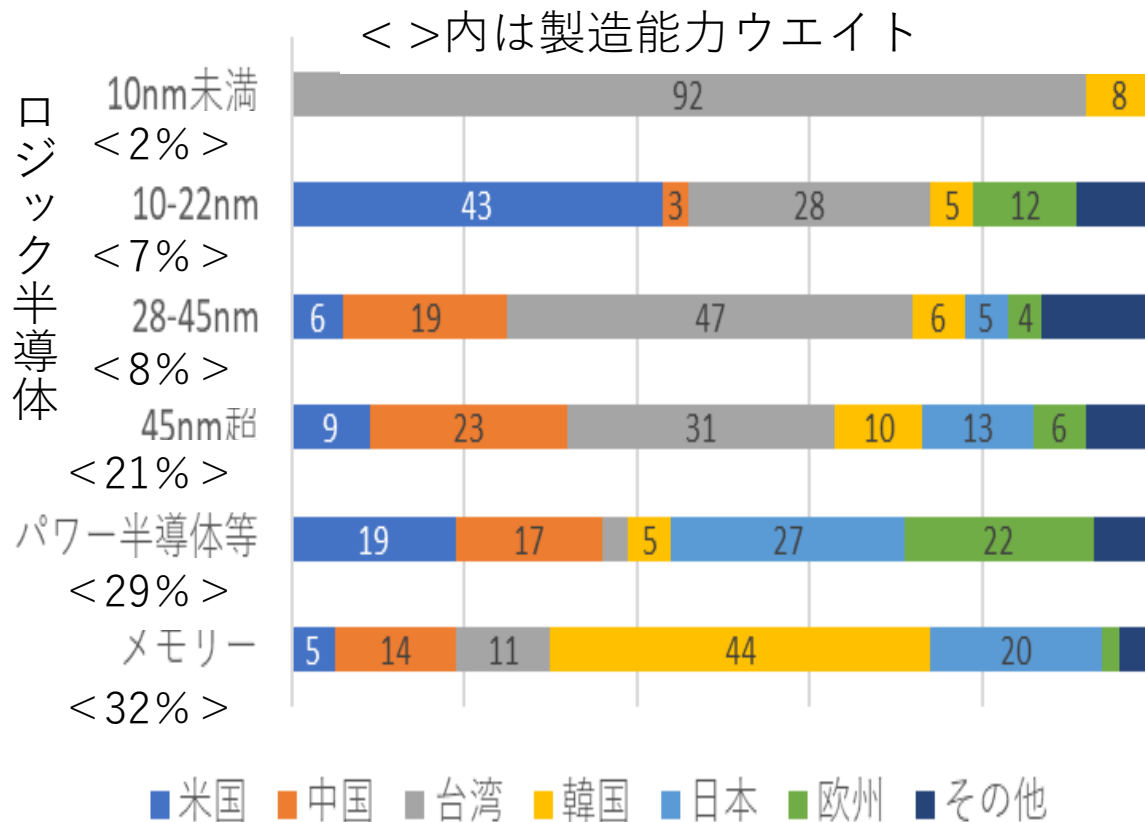
中国政府の対応方針

- 政府ファンド（政府引導基金）、補助金を使って国産半導体産業を育成
- 西側の輸出規制に抵触しない範囲で、半導体関連製品を大量に輸入し、国産化に傾注
- レガシー半導体や個別半導体の国産化に注力
- 次世代技術を使った巻き返し

中国の先端半導体開発やAI開発には打撃。 中国はレガシー半導体に一段と注力する方向

< 半導体の製造能力シェア (2019) >

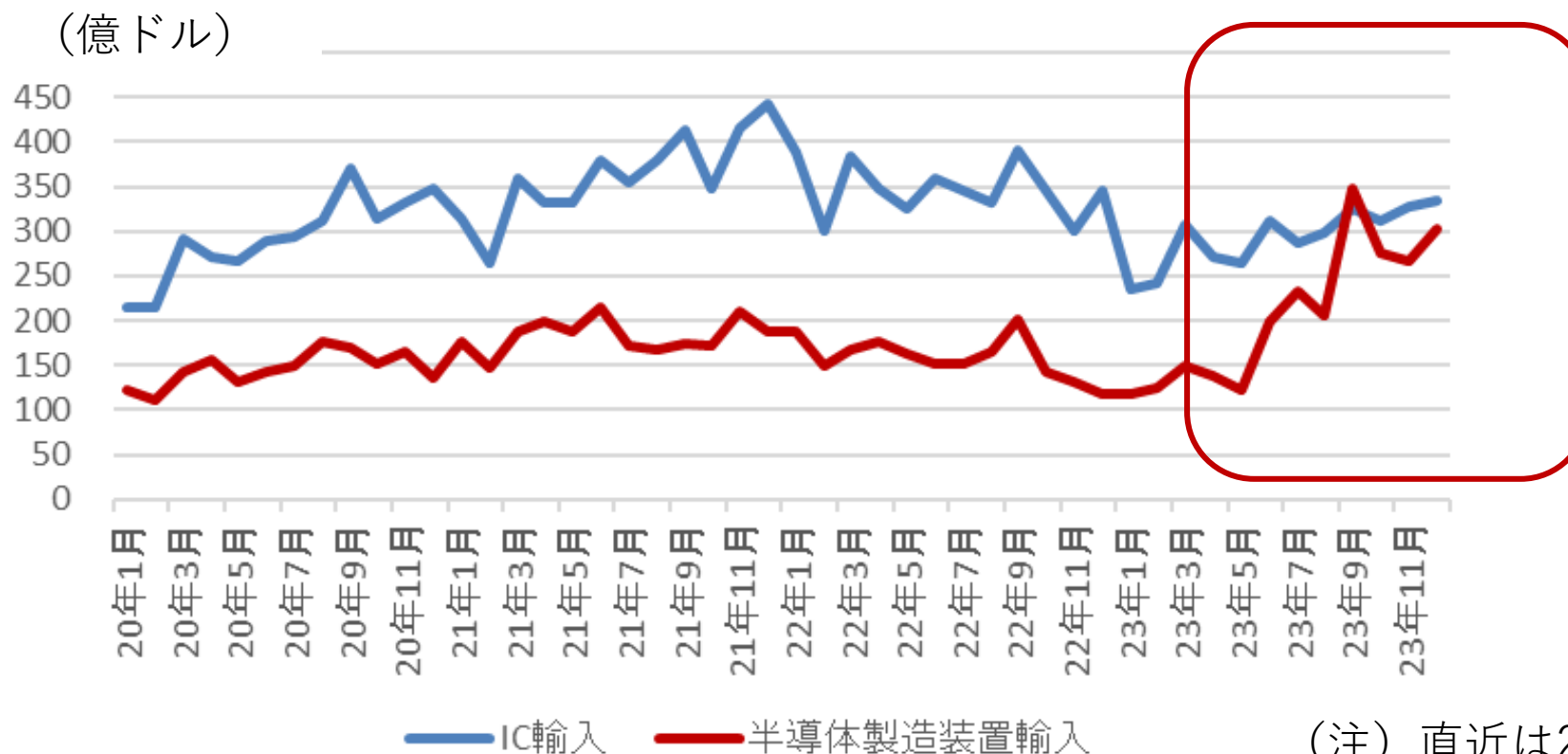
< 中国の最先端技術からの差 (2021) >



(出所) SIA “Strengthening the global semiconductor supply chain in an uncertain era” 2021年4月、“Taking stock of China’s semiconductor industry”2021年7月

半導体規制強化後、西側輸出規制に抵触しない範囲で半導体製造装置等を大量輸入

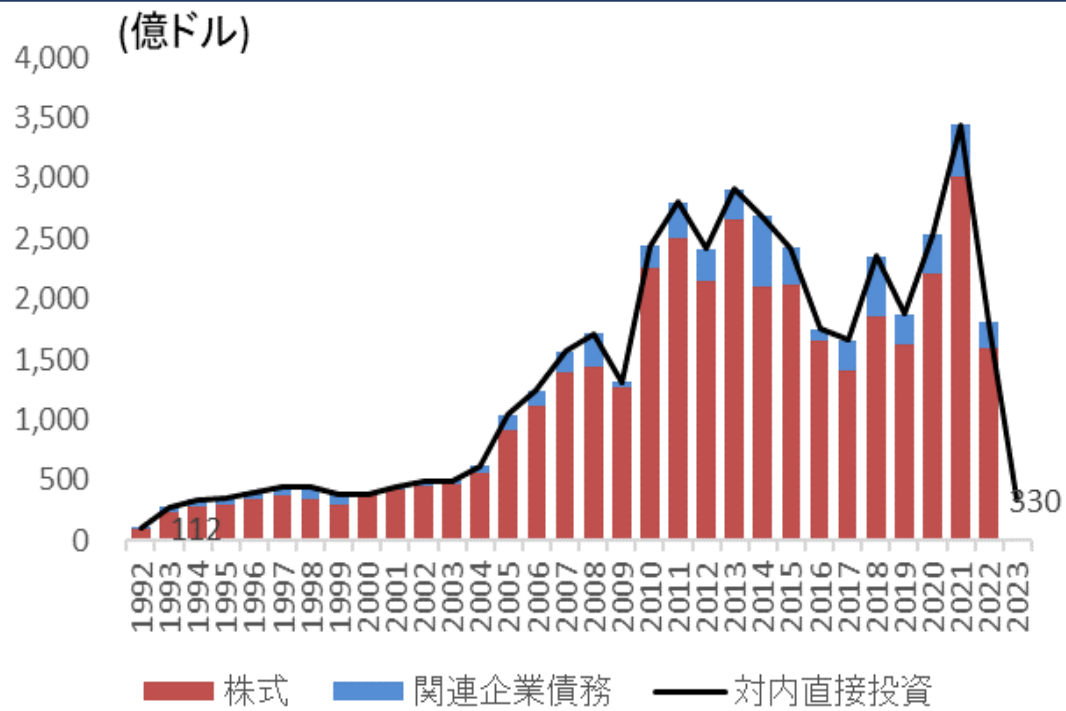
< 中国の集積回路（IC）、半導体製造装置輸入額 >



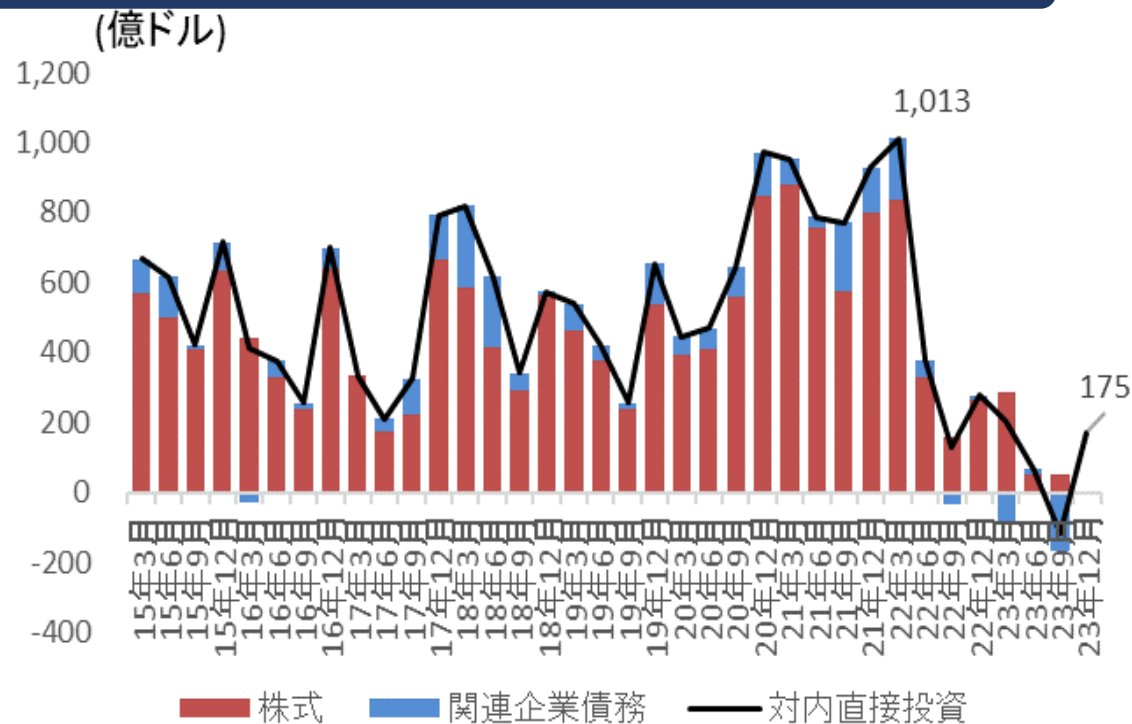
(出所) CEIC

2023年の対内直接投資は前年比▲82%。株式の減少に加え、親子ローンの返済を示す関連企業債務は流出超に

<対内直接投資（暦年）>



<対内直接投資（四半期）>



本日本話しすること

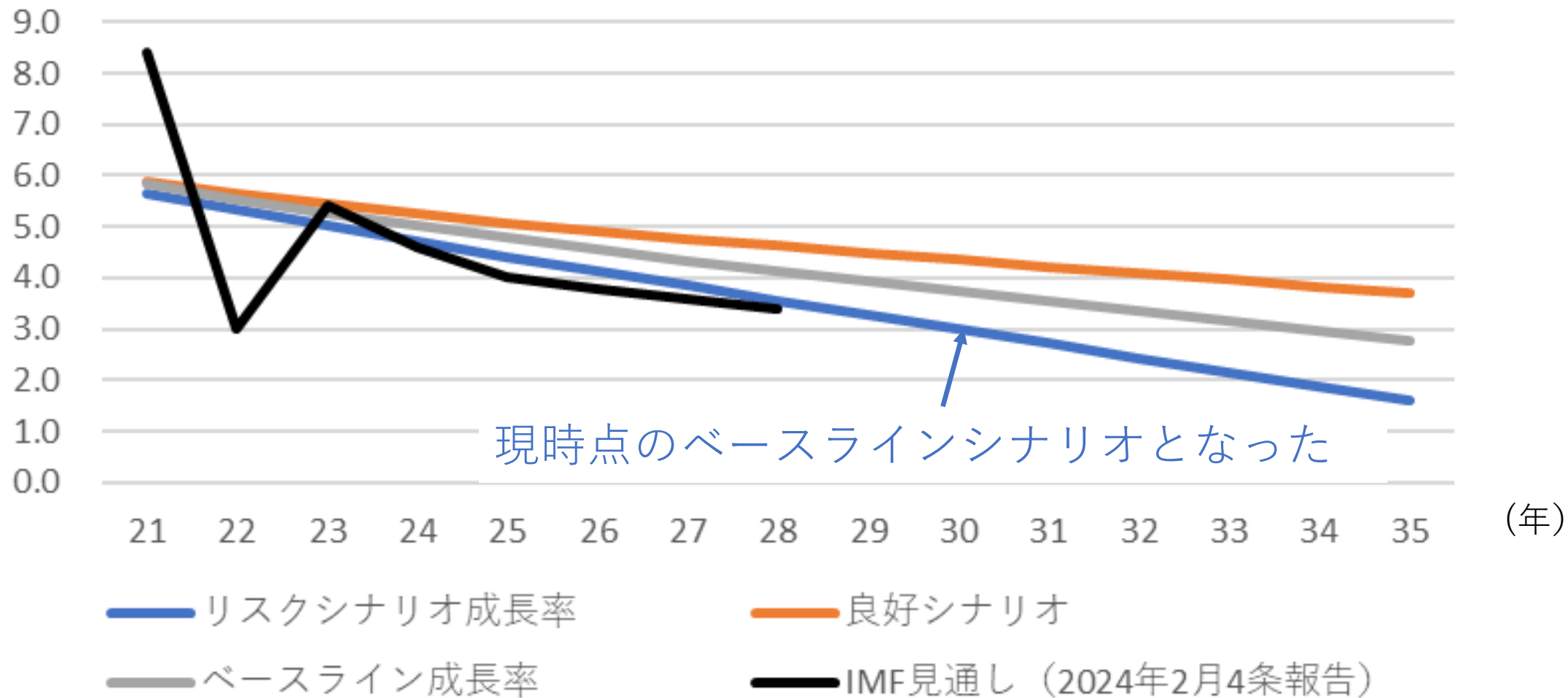
- 中長期成長展望
- 金融システム
- イノベーション・民間の活力
- 米中対立を含む地政学の影響
- まとめ

中国経済の中長期成長の3つのシナリオ

	①改革開放	②人口動態	③デジタル化	④脱炭素	⑤米中対立	⑥金融システムと不動産	2035年のGDP (2020年対比)	2035年時点の 米中経済規模	確率
良好シナリオ	改革開放が加速し、民営経済が発展	少子化に一定の歯止めがかかり、中間所得層が増	デジタル中国が企業経営を変革	脱炭素経済へのシフトが順調に進展	デカップリングは限定的、自力での先端技術開発も一定の成功	金融システムが安定を維持し、不動産もソフトランディング	2倍 (年平均 4.7%)	2030年代前半に米国を上回る	20%
リスクシナリオ	改革開放が停滞し、国進民退が進展	少子化がさらに進行、農民工の都市戸籍化も成功しない	民間テック企業が活力を失い、DXも形式主義に走り、ペースは減速	脱炭素経済への急速なシフトの歪みが経済に悪影響	デカップリングの範囲が広がり、中国の技術台頭の重石に	不動産市場が大規模に調整、金融システムも脆弱化	1.7倍 (年平均 3.6%)	米国には追い付かない(2035年以降むしろ差は広がる)	20%
基本シナリオ	改革開放の一定程度の進展と民営経済の発展が継続	少子化傾向は止まるが、顕著な改善もない	デジタル中国が企業経営を変革	脱炭素経済へのシフトが順調に進展	デカップリングは部分的	金融システムが安定を維持し、不動産もソフトランディング	1.85倍 (年平均 4.2%)	米国に追い付かないものの肉薄	60%

(出所) 福本智之「中国減速の深層 『共同富裕』時代のリスクとチャンス」日本経済新聞社(2022年6月)を基に作成した名古屋外国語大学真家教授資料を講演者が一部修正

(%) 福本（2022）3つのシナリオとIMF見通し



ご清聴ありがとうございました!

本資料は、講演のための非公式資料です。引用等はお控えください。

福本智之

t.fukumoto@osaka-ue.ac.jp